

# 科技股投资紧抓“双维龙头”

□华宝基金量化投资部副总经理  
胡洁

7月22日,科创板首批公司就将正式鸣锣上市,掀开中国资本市场崭新的一页。

随着我国综合国力的提升,科技领域的较量已经逐渐成为大国博弈的焦点。在这一背景下,科创板的推出、筹备和开市自然备受关注。笔者认为,无论是短期还是中长期,科技板块均具备配置价值,主要基于三个层面的原因:

其一,宏观层面上,我国科技的发展空间巨大,且正处于高速发展阶段。我国研发支出占GDP的比重持续上升,目前已经超过2%,是近年来研发投入占比提升速度最快的主要经济体之一,不过较之美国、日本3%的研发支出水平仍有继续提升的空间。

其二,政策层面上,从顶层制度设计到产业、财税、金融、土地、人才等各领域,政策均在向“加速转型”的逻辑倾斜,科技产业有望持续受益。

其三,市场微观层面,以创业板等为代表的成长型股票估值仍处于历史的中低区间,随着成长板块商誉减值、盈利增速下修和融资环境收紧等不利因素的逐渐消化,成长板块配置的性价比正在提升。

回到投资策略上来,笔者认为,对科技板块的投资需要



综合考虑股票的估值、成长性、研发投入水平、行业地位、市场占有率等多个维度,进而优中选优。

首先,科技板块的业绩波动和弹性显著高于其他行业,上市公司的短期业绩存在不同程度的片面性,因此在投资标的的选择上,要尤为重视稳定性。

在此基础上,我们将从上市公司的规模代表性和公司成长性双维出发,去界定科技龙头股票。一方面,从规模角度看,龙头股票需要具备足够的流动性和

市场占有率,从而保证对整体科技板块的表征能力。

另一方面,成长性也是科技领域龙头公司应该具备的行业特征。因而在挑选科技龙头股票的第二个维度上,我们增加了对成份股成长性的考量,将净利润增速和营业收入增速加入到选股打分体系之中。

我们还发现,企业的研发投入占比也是值得考量的另一个成长指标。科技龙头企业应当是有信念且有能力进行持续、规模化研发投入的上市公司。

大规模的研发支出可能会影响当期净利润,却是在布局和赢得未来。经过对规模和成长的双重筛选,所构建的股票组合将具备对细分行业的领先代表能力,未来的基本面与股价表现自然值得期待。

基于上述策略和思路,我们构建了数字化投资工具,不单单是一篮子股票的整体复制,而是融入了合理投资逻辑。

2008年金融危机后,科技股引领了美股的十年牛市,MSCI美国科技指数累计涨幅376.38%,是同期标普500指数的两倍,并诞生了苹果、谷歌、亚马逊等一系列科技龙头公司。相比之下,A股正处于美国科技产业升级的前期,恒瑞医药、海康威视、立讯精密、科大讯飞等一批中国科技龙头企业,正在逐渐实现技术的累积和盈利的规模效应。

展望未来,短期来看,随着科创板开市,科技行业有望迎来市场的高度关注,一方面科创板股票的上市有望提升主板科技上市公司的现有估值水平;另一方面,科技领域的投资标的将不断丰富,未来科创板的股票也将进入指数化投资的选股范畴。

中长期来看,随着自主可控、科技强国和加快产业转型升级的诉求日益增强,未来3-5年以半导体、电子、计算机、通信、生物科技等为代表的科技产业有望获得良好的中长期回报。科技领域投资,正逢其时。

## 尊重时间 寻求确定



□光大保德信基金经理 何奇

笔者的投资理念很简单,可浓缩成两句话,那就是“尊重时间、寻求确定”。而“时间”的这个概念,笔者则将它定义为:“耐得住寂寞”。

回望过去,所谓一场牛市一场梦,梦醒时分再回首,尽管市场解读层出不穷,但是不外乎围绕着资产定价理论阐述的三大维度展开:企业盈利、无风险利率和风险偏好。这三维空间的研究体系固然经典,但往往容易忽视了时间的价值,从而幻想经济转型迅速完成而不断推高创业板泡沫,漠视传统行业产业去化而错失龙头股盛宴。有鉴于此,笔者试图引入时间要素构建投资的四维空间,重点从时间轴的维度挖掘投资机会。

重视时间,是对收益和风险的深刻理解。正所谓,“资本市场,追涨杀跌易,理性独守难。”复盘回望,从一个长期的视角来看,无论阶段性股价如何惊险回撤,真正收益率靠前的多是具有核心竞争力的公司。这些公司或行业高速增长,或企业家禀赋极佳,这两大价值均随着时间不断发酵并最终得到市场认可。对于一些比较好的企业、行业,笔者愿意给他们充足的时间去兑现。还有一些传统企业,通过改善经营能提高市占率、利润率,有较高的业绩增速,也愿意给他们充足的时间来兑现。因此,我个人注重从时间轴的维度挖掘投资机会,并挖掘估值已经调整到位的重点公司长期持有,充分享受业绩增长带来的股价提升。

重视时间,是对人性和概率的深刻理解。从某种意义上来说,投资是透过自身研究体系的盲人摸象行为,因此再成熟的投资策略也会造成观察结果的偏差。北宋王安石在《游褒禅山记》中写道:“夫夷以近,则游者众;险以远,则至者少。而世之奇伟、瑰怪、非常之观,常在于险远”。这段话转而用于我们理解A股市场也颇有启发,它深刻地阐述了好的投资机会往往在人迹罕至的地方,因为人人都在盲人摸象,参与的人越多,股价偏差往往越大。当市场上涨的方向、时点和幅度往往不可兼得时,放弃时点的组合投资策略是提高胜率法宝。

近来也不断有投资人问我,如何看待未来市场?展望下一个20年,我认为中国依然是全球最具活力的经济体,我对中国经济持续增长充满信心,而经济的增长必将带来企业盈利的持续提升,成为股价上涨的最终决定力量;同时我也认为中国股市具有鲜明的“羊群效应”特征,在底部时往往是市场最悲观绝望的时刻,因此只有具有独立的判断能力和坚强的意志力,才能在下跌时愈发乐观。

市场就像一面镜子,若你怀着投机博弈的心态而来,市场将影射你的“追涨杀跌”和“匆忙焦躁”;若你布下长期价值投资的种子,市场将结出“耐心坚守”和“孤独淡定”。我一直致力于引导基金的持有人及投资者回归价值投资的本源,做长期理性布局,当净值波动时多一份坚守,少一分焦躁和追涨杀跌。所以,我想再次重申,很多时候基金的长期利益与短期利益是无法兼顾的,很多时候我也只能选择恪守自己的投资理念,始终将基业长青视为最优先的追求,我期望你们能与我一道种下理性淡定的种子,收获深入研究与耐心坚持的果实。

最后,投资是一个看似简单实则专业性极强的工作,任何时候都要努力控制贪欲和恐惧。我是一个独立性很强的基金经理,目标是在行情不利于自己时,控制回撤和波动,而在行情有利于自己时,可以重仓获得最大回报。春种一粒粟,秋收万颗子,在公募的下一个20年,我们将以时间钥匙打开投资的四维空间,并在里面积极寻找风险收益比高的品种,期待着时间的玫瑰催生出价值的芬芳。

## 当资产配置遇到指数增强

□博道基金首席量化分析师  
杨梦

资产配置,听起来是个很专业的词,但其实是我們每天都在做的事情。是把储蓄的钱全部存银行,还是全部买货币基金,抑或是大部分用来投资股票市场,都是一种资产配置的决策。合理的资产配置决策是实现家庭资产保值增值的重要手段。

除不动产外,大部分投资者可配置的资产包括:股票、债券、货币、黄金等这么几类资产。基于“收益与风险呈正比”这一投资的基础规律,如果想获得更高的收益,就必须承担更大的波动和风险。但即使是对于最保守的投资者,我们也不建议其全部配置低波动固收类资产,因为不承担风险反而不是大风险,由于通胀的存在,钱将越来越不值钱。而至于每类资产的配置比例,则跟配置者本身的风险偏好有很大关系。

举个例子,假如预期能承受5%的资产波动,一个合适的配置比例大约是10%的沪深300、10%的中证500、10%的黄金、70%的固收类,那么按照2005年至2019年6月底的中国主要金融资产年化收益率计算,该组合的模拟年化收益约为5.85%。

显然,相当一部分投资者对这样的模拟收益并不满意,在资产配置框架下,有三种途径可以帮助提高组合模拟收益:

第一种方式,提高波动率的容忍度,适当加大对历史年化收益较高的资产的配置;第二种方



式,对于波动大的资产,主要是股票类的资产,做一定的进入退出的判断,在股票指数处于低估值区域(比如低于历史30%分位数),通过定投的方式增加股票资产配置,在股票指数处于高估值区域(比如高于历史70%分位数),通过定出的方式减少股票资产配置,其他时间则以持有策略为主,因为长期来看股票价格都将由业绩驱动,估值则呈现出均值回复的特征,所以这样的方式胜率是很高的。

第一种方式要求配置者改变风险偏好,第二种方式要求配置者有一定的专业判断能力,操作也要有一定的纪律性。

还有第三种方式,不需要配置者改变风险偏好,并且也能结合第二种方法使用,那就是将资产配置组合里的股票指数替换成有超额收益的指数增强产品。

沪深300指数和中证500指数是股票市场里最具有代表性的宽基指数,分别代表大盘蓝筹风格和中小成长风格,所以做资产配置,一般都假设能拿到指数的基础收益,即所谓的BETA收益;而专业的投资机构,通过专业的投资方法,最后能获得的超过指数基础收益的部分,则是所谓的ALPHA收益。

假设还是维持5%波动率容忍度下的资产配置比例,如果配

置的沪深300相关产品可以获得约5%的年化超额收益,中证500相关产品可以获得约8%的年化超额收益(注:根据过往沪深300指数和中证500指数增强产品平均年化超额收益率估算),那么沪深300资产和中证500资产的预期年化回报则可上调至约15%和约19%,上面例子中同样的资产配置比例方案,将指数替换成相应指数增强产品,该方案的模拟年化收益则可调整至约为7.12%。

假如风险容忍度稍微高一些,8%目标波动率之下的资产配置方案,对应约18%的沪深300、16%的中证500、10%的黄金、56%的固收,配置指数的模拟年化收益约为7%,而配置指数增强的模拟年化收益可调整至约9%。

而如果用替换沪深300指数和中证500指数的指数增强产品,能够获得更高的超额收益,那么配置者能够获得的长期预期收益又将进一步提高。

除了系列指数增强产品,我们也在做一些实践,提供给大家另一个更“懒”的方法实现对股票资产的配置。如直接把沪深300增强模型和中证500增强模型配置在一个产品中,并且会通过仓位管理系统进行一定的仓位调整,力争通过选股模型的超额收益和一定的仓位管理能力,为投资者实现长期有竞争力的回报,相当于是 在一个产品里把第二个方式和第三个方式,通过专业的方法都进行了实践。(数据来源:Wind、博道基金。)